

FAKTOR-FAKTOR YANG MEMPENGARUHI KEBIJAKAN DIVIDEN PADA PERUSAHAAN PUBLIK DI INDONESIA

Intan Immanuela
Fakultas Ekonomi Universitas Widya Mandala Madiun



ABSTRACT

There are many factors influencing management in deciding its dividend policies. The purpose of this study is to examine factors that influence dividend policies at the public company in Indonesia and dividend payout ratio as a proxy.

This research used 93 public companies listed at the Jakarta Stock Exchange, for the period of 2000-2002. The multiple regression analysis was used to test the hypothesis. This study found that: (1) cash position gives a positive and significant influence on dividend payout ratio, (2) debt to equity ratio gives a negative and significant influence on dividend payout ratio, (3) firm size gives a positive and significant influence on dividend payout ratio, (4) institutional shareholder gives a negative and significant influence on the dividend payout ratio, (5) earning variability does not give a significant influence on dividend payout ratio, (6) growth gives a negative and significant influence on dividend payout ratio, (7) return on assets does not give a significant influence on the dividend payout ratio, and (8) free cash flow gives a positive and significant influence on dividend payout ratio.

Key words : *dividend policy, dividend payout ratio*

A. Latar Belakang Masalah

Kebijakan dan pembayaran dividen merupakan kebijakan pembagian laba yang menjadi hak para pemegang saham. Manajemen dalam menentukan kebijakan dan pembayaran dividennya, selain mempertimbangkan kesejahteraan pemegang saham, akan mempertimbangkan kepentingan pertumbuhan perusahaan. Keputusan untuk membagi keuntungan perusahaan sebagai dividen atau menahan dan menginvestasikan kembali dalam perusahaan disebut sebagai kebijakan dividen. Lintner (1962) dan Gordon (1963) dalam Bringham dan Gapenski (1996:612) menyatakan bahwa pemegang saham lebih menyukai dividen daripada laba ditahan. Miller dan Modigliani (1961) memiliki argumen yang berbeda, yaitu

pemegang saham tidak peduli apakah perusahaan membayar dividen yang rendah atau tinggi. Litzenberger dan Ramaswamy dalam Soter *et.al.* (1999) dengan *tax preference theory*-nya menyatakan bahwa adanya dividen yang dikenai pajak yang lebih tinggi dibandingkan *capital gain* menyebabkan pemegang saham lebih menyukai pembayaran dividen yang rendah.

Ada beberapa faktor yang akan mempengaruhi pertimbangan manajemen dalam menentukan kebijakan pembagian dividennya. Berdasarkan teori tersebut peneliti tertarik untuk melakukan penelitian tentang faktor-faktor apa saja yang menjadi pertimbangan manajemen dalam menentukan kebijakan pembagian dividen.

B. Rumusan Masalah

Berdasarkan latar belakang, masalah penelitian dirumuskan sebagai berikut: (1) Apakah posisi kas berpengaruh terhadap *dividend payout ratio*? (2) Apakah *debt to equity ratio* berpengaruh terhadap *dividend payout ratio*? (3) Apakah ukuran perusahaan berpengaruh terhadap *dividend payout ratio*? (4) Apakah kepemilikan institusional berpengaruh terhadap *dividend payout ratio*? (5) Apakah variabilitas laba berpengaruh terhadap *dividend payout ratio*? (6) Apakah pertumbuhan perusahaan berpengaruh terhadap *dividend payout ratio*? (7) Apakah *return on assets* berpengaruh terhadap *dividend payout ratio*? (8) Apakah arus kas bebas berpengaruh terhadap *dividend payout ratio*?

C. Tujuan Penelitian

Memberikan bukti empiris tentang pengaruh posisi kas, *debt to equity ratio*, ukuran perusahaan, kepemilikan institusional, variabilitas laba, pertumbuhan perusahaan, *return on assets*, dan arus kas bebas terhadap *dividend payout ratio*.

2. Hipotesis

1. Dividen

Dividen merupakan bagian dari laba yang dibagikan kepada pemegang saham. Menurut (Gordon, 1961)

0,000
0,426
0,998
0,447
0,000
0,016

Efek moderasi tidak akan diuji

Bird in the hand theory (Lintner, 1962 dan Gordon, 1963) dalam Brigham dan Gapenski (1996:612) menyatakan bahwa investor menyukai dividen yang tinggi. Karena dividen yang diterima risikonya lebih kecil dibandingkan dengan menahannya dalam bentuk laba ditahan. *Tax preference theory* oleh Litzenberger dan Ramaswamy (1979) dalam (Husnan 1998:388) menyatakan bahwa dividen sebaiknya dibagikan serendah mungkin. Hal ini karena perusahaan yang melakukan investasi membutuhkan dana, sehingga dana tersebut sebaiknya digunakan untuk investasi daripada dibagikan sebagai dividen dan harus menerbitkan saham baru untuk keperluan investasi.

Berdasarkan hal tersebut, dapat disimpulkan bahwa dalam menentukan kebijakan dividen, perusahaan perlu mempertimbangkan banyak hal, seperti kesempatan investasi, pertumbuhan perusahaan, adanya arus kas bebas, permasalahan perbedaan kepentingan dari para pemegang saham.

2. Hipotesis Penelitian

Manajemen sebelum mengumumkan dividen harus mempertimbangkan ketersediaan dana untuk membayar dividen dan sebaiknya tidak dibagikan, kecuali jika posisi keuangan sekarang ataupun masa datang tampak memberikan jaminan untuk dilakukan pembagian dividen (Kieso dan Weyandt, 1995:356). Pembayaran dividen merupakan arus kas keluar, sehingga semakin kuat posisi kas perusahaan berarti semakin besar kemampuannya untuk membayar dividen (Sutrisno, 2001). Berdasarkan hal tersebut hipotesis dirumuskan sebagai berikut:

B. Rumusan Masalah

Berdasarkan latar belakang, masalah penelitian dirumuskan sebagai berikut: (1) Apakah posisi kas berpengaruh terhadap *dividend payout ratio*? (2) Apakah *debt to equity ratio* berpengaruh terhadap *dividend payout ratio*? (3) Apakah ukuran perusahaan berpengaruh terhadap *dividend payout ratio*? (4) Apakah kepemilikan institusional berpengaruh terhadap *dividend payout ratio*? (5) Apakah variabilitas laba berpengaruh terhadap *dividend payout ratio*? (6) Apakah pertumbuhan perusahaan berpengaruh terhadap *dividend payout ratio*? (7) Apakah *return on assets* berpengaruh terhadap *dividend payout ratio*? (8) Apakah arus kas bebas berpengaruh terhadap *dividend payout ratio*?

C. Tujuan Penelitian

Memberikan bukti empiris tentang pengaruh posisi kas, *debt to equity ratio*, ukuran perusahaan, kepemilikan institusional, variabilitas laba, pertumbuhan perusahaan, *return on assets*, dan arus kas bebas terhadap *dividend payout ratio*.

D. Kajian Teori dan Hipotesis

1. Teori Kebijakan Dividen

Kebijakan dividen masih merupakan masalah yang mengandung perdebatan. Dalam *dividend irrelevance theory* (Miller dan Modigliani, 1961) dinyatakan bahwa besar kecil dividen (kebijakan dividen) tidak mempengaruhi nilai perusahaan. Nilai perusahaan lebih dipengaruhi oleh kebijakan investasi dan tidak memperhatikan apakah dana untuk investasi berasal dari laba ditahan atau menerbitkan saham baru. Pilihan keputusan tersebut memiliki dampak yang sama bagi kekayaan pemegang saham lama.

Bird in the hand theory (Lintner, 1962 dan Gordon, 1963) dalam Bringham dan Gapenski (1996:612) menyatakan bahwa investor menyukai dividen yang tinggi. Karena dividen yang diterima risikonya lebih kecil dibandingkan dengan menahannya dalam bentuk laba ditahan. *Tax preference theory* oleh Litzenberger dan Ramaswamy (1979) dalam (Husnan 1998:388) menyatakan bahwa dividen sebaiknya dibagikan serendah mungkin. Hal ini karena perusahaan yang melakukan investasi membutuhkan dana, sehingga dana tersebut sebaiknya digunakan untuk investasi daripada dibagikan sebagai dividen dan harus menerbitkan saham baru untuk keperluan investasi.

Berdasarkan hal tersebut, dapat disimpulkan bahwa dalam menentukan kebijakan dividen, perusahaan perlu mempertimbangkan banyak hal, seperti kesempatan investasi, pertumbuhan perusahaan, adanya arus kas bebas, permasalahan perbedaan kepentingan dari para pemegang saham.

2. Hipotesis Penelitian

Manajemen sebelum mengumumkan dividen harus mempertimbangkan ketersediaan dana untuk membayar dividen dan sebaiknya tidak dibagikan, kecuali jika posisi keuangan sekarang ataupun masa datang tampak memberikan jaminan untuk dilakukan pembagian dividen (Kieso dan Weygandt, 1995:356). Pembayaran dividen merupakan arus kas keluar, sehingga semakin kuat posisi kas perusahaan berarti semakin besar kemampuannya untuk membayar dividen (Sutrisno, 2001). Berdasarkan hal tersebut hipotesis dirumuskan sebagai berikut:

H1 : Posisi kas berpengaruh positif terhadap *dividend payout ratio*.

Debt to equity ratio merupakan ukuran solvensi perusahaan yang menunjukkan kemampuan perusahaan untuk memenuhi kewajibannya pada kreditur. Utang mempengaruhi laba bersih termasuk dividen yang akan dibagikan pada pemegang saham. Utang lebih diprioritaskan daripada pembagian dividen. Jika utang semakin tinggi, maka *dividend payout ratio* akan rendah (Sutrisno, 2001); Adedeji (1998); Han *et al.* (1999). Berdasarkan hal tersebut hipotesis dirumuskan sebagai berikut:

H2 : Debt to equity ratio berpengaruh negatif terhadap *dividend payout ratio*.

Ukuran perusahaan yang besar dianggap mempunyai risiko yang lebih kecil dibandingkan perusahaan kecil, karena perusahaan besar lebih mempunyai akses ke pasar modal, sehingga memiliki kemampuan untuk memperoleh dana. Semakin besar ukuran perusahaan, semakin mudah perusahaan memperoleh dana, yang berarti kemungkinan pembayaran dividen lebih tinggi daripada perusahaan kecil (Hartono, 1998:208; Mahadwartha, 2002; Adedeji, 1998). Berdasarkan hal tersebut hipotesis dirumuskan sebagai berikut:

H3 : Ukuran perusahaan berpengaruh positif terhadap *dividend payout ratio*.

Saham perusahaan dapat dimiliki baik oleh pihak internal maupun pihak eksternal perusahaan. Menurut Han *et al.* (1999) bahwa investor institusional memiliki hubungan yang positif dengan dividen. Berdasarkan hal ter-

sebut hipotesis dirumuskan sebagai berikut:

H4 : Kepemilikan institusional berpengaruh positif terhadap *dividend payout ratio*.

Perusahaan dengan tingkat laba yang stabil dapat memprediksikan laba di masa mendatang, sehingga perusahaan lebih memungkinkan untuk membagikan dividen dalam persentase yang lebih besar daripada perusahaan dengan laba yang berfluktuasi (Weston dan Copeland, 1986:647). Berdasarkan hal tersebut hipotesis dirumuskan sebagai berikut:

H5 : Variabilitas laba berpengaruh negatif terhadap *dividend payout ratio*.

Pertumbuhan yang tinggi menyebabkan perusahaan membutuhkan tambahan dana, sehingga ada kemungkinan perusahaan tidak membayar dividen namun digunakan untuk keperluan ekspansi atau pertumbuhan perusahaan (Gaver dan Gaver, 1993; Mahadwartha, 2002; Arrif dan Johnson, 1990:307; Han *et al.*, 1999; Saputro, 2003). Berdasarkan hal tersebut hipotesis dirumuskan sebagai berikut:

H6 : Pertumbuhan perusahaan berpengaruh negatif terhadap *dividend payout ratio*.

Return on assets berhubungan positif dengan *dividend payout ratio* (Wibowo dan Erkaningrum 2002; Jensen *et al.* dalam Farinha (2002). Berdasarkan hal tersebut hipotesis dirumuskan sebagai berikut:

H7 : ROA berpengaruh positif terhadap *dividend payout ratio*.

Arus kas bebas merupakan kelebihan dana yang diperlukan untuk

mendanai semua proyek yang memiliki *net present value* positif setelah membagi dividen (Jensen, 1986). Mollah *et.al.* dalam Handoko (2002) menyatakan bahwa variabel arus kas bebas berpengaruh signifikan dan berhubungan positif dengan *dividend payout ratio*. Berdasarkan hal tersebut hipotesis dirumuskan sebagai berikut:

H8 : Arus kas bebas berpengaruh positif terhadap *dividend payout ratio*.

E. Metode Penelitian

1. Data Penelitian

Data yang digunakan dalam penelitian ini adalah data sekunder, meliputi :

- Laporan keuangan dari perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Jakarta tahun 2000-2002 yang diperoleh dari *database* pojok BEJ Universitas Brawijaya Malang dan Universitas Gajah Mada Yogyakarta.
- Data kepemilikan institusional, data penjualan bersih, serta rasio-rasio keuangan diperoleh dari *Indonesian Capital Market Directory*.

2. Populasi dan Sampel

Populasi dalam penelitian ini adalah seluruh perusahaan yang terdaftar di BEJ periode 2000-2002. Metode pengambilan sampel yang digunakan dalam penelitian ini adalah metode *purposive sampling*. Kriteria pengambilan sampel sebagai berikut:

- Seluruh perusahaan yang terdaftar di BEJ periode 2000-2002 serta telah menerbitkan laporan keuangannya yang berakhir 31 Desember.
- Perusahaan bukan merupakan perusahaan asuransi, lembaga keuangan, dan perusahaan jasa, karena

perusahaan-perusahaan tersebut memiliki struktur keuangan yang berbeda.

- Perusahaan yang membagikan dividen atau memiliki data *dividend payout ratio* minimal satu kali dalam setahun untuk periode 2000-2002.

3. Pengukuran Variabel

Variabel dependen dalam penelitian ini adalah kebijakan dividen yang diprosikan *dividend payout ratio* (PDR) yang diukur dari jumlah dividen yang dibayarkan dibagi dengan laba yang tersedia untuk pemegang saham biasa. Variabel independen dalam penelitian ini adalah sebagai berikut:

- Posisi kas (PK) : perbandingan antara saldo kas akhir tahun dengan laba bersih setelah pajak.
- Debt to Equity Ratio* (DER) : total utang dibagi dengan total ekuitas.
- Ukuran perusahaan (UP) : logaritma dari total aktiva.
- Kepemilikan institusional (KP) : persentase saham yang dimiliki oleh institusi.
- Variabilitas laba (VL): standar deviasi rasio laba (PER) atau rasio P/E.
- Pertumbuhan perusahaan (PP): $[(\text{total penjualan bersih}_t - \text{total penjualan bersih}_{t-1}) / \text{total penjualan bersih}_{t-1}]$
- Return on assets* (ROA) : laba operasi dibagi total aktiva.
- Arus kas bebas (AKB) : arus kas dari operasi dikurangi arus kas investasi dikurangi arus kas pendanaan, selanjutnya jumlah tersebut dibagi dengan total aktiva.

4. Metode Analisis Data

Analisis yang digunakan untuk menentukan keputusan menerima atau

menolak hipotesis yang diajukan menggunakan pengujian statistik dengan regresi berganda. Hipotesis penelitian ini ($H_1, H_2, H_3, H_4, H_5, H_6, H_7, H_8$) diuji dengan menggunakan persamaan regresi yang dinyatakan dalam model sebagai berikut :

$$Y = a + b_1 X_1 + b_2 X_2 + b_3 X_3 + b_4 X_4 + b_5 X_5 + b_6 X_6 + b_7 X_7 + b_8 X_8 + e$$

Y = *dividend payout ratio* (DPR)

X_1 = posisi kas (PK)

X_2 = *debt to equity ratio* (DER)

X_3 = ukuran perusahaan (UP)

X_4 = kepemilikan (KP)

X_5 = variabilitas laba (VL)

X_6 = pertumbuhan perusahaan (PP)

X_7 = ROA (*return on assets*)

X_8 = arus kas bebas (AKB)

Pengujian hipotesis ($H_1, H_2, H_3, H_4, H_5, H_6, H_7, H_8$) ini bertujuan untuk memberikan bukti empiris tentang pengaruh variabel-variabel independen terhadap variabel dependen. Pengaruh tersebut signifikan ataupun tidak, ditentukan dengan mengevaluasi nilai t atau p -value. Apabila t -hitung lebih besar dari t -tabel (t -hitung > t -tabel) atau p -value lebih kecil dari α (0.05), berarti hipotesis nol (H_0) ditolak dan

hipotesis alternatif (H_a) diterima.

F. Hasil Penelitian

1. Statistik Deskriptif

Statistik deskriptif untuk variabel-variabel penelitian yang digunakan dalam model persamaan regresi disajikan dalam tabel 1. Tabel 1 menunjukkan bahwa: (1) Nilai rata-rata (*mean*) posisi kas adalah 2,9897 dengan standar deviasi 6,41359. (2) Nilai rata-rata *debt to equity ratio* adalah 1,2388 dengan standar deviasi 1,74982. (3) Nilai rata-rata ukuran perusahaan adalah 5,6422 dengan standar deviasi 0,55248. (4) Nilai rata-rata kepemilikan adalah 69,3916, dengan standar deviasi 20,41610. (5) Nilai rata-rata variabilitas laba adalah 348,9799 dengan standar deviasi 605,79372. (6) Nilai rata-rata pertumbuhan perusahaan adalah 0,6538, dengan standar deviasi 1,22541. (7) Nilai rata-rata *return on assets* adalah 10,0129 dengan standar deviasi 10,76726. (8) Nilai rata-rata arus kas bebas adalah 2,3678 dengan standar deviasi 8,98142. (9) Nilai rata-rata *dividend payout ratio* adalah 36,5561 dengan standar deviasi 44,99380.

Tabel 1
Statistik Deskriptif

Variabel	N	Minimum	Maksimum	Mean	Deviasi Standar
Posisi Kas (PK)	279	0,01	59,37	2,9897	6,41359
<i>Debt to Equity Ratio</i> (DER)	279	0,02	21,53	1,2388	1,74982
Ukuran Perusahaan (UP)	279	4,35	7,19	5,6422	0,55248
Kepemilikan (KP)	279	0,00	98,00	69,3916	20,41610
Variabilitas Laba (VL)	279	2,59	4992,60	348,9799	605,79372
Pertumbuh. Perusahaan (PP)	279	0,01	11,60	0,6538	1,22541
<i>Return On Assets</i> (ROA)	279	0,00	116,08	10,0129	10,76726
Arus Kas Bebas (AKB)	279	0,00	71,56	2,3678	8,98142
<i>Dividend Payout Ratio</i> (DPR)	279	0,06	300,07	36,5561	44,99380

2 Pengujian Hipotesis

Berdasarkan hasil pengujian statistik tersebut diperoleh persamaan regresi:

$$\begin{aligned} \text{DPR} = & 3,923 + 2,771 \text{ PK} - 7,877 \text{ DER} \\ & + 11,468 \text{ UP} - 0,395 \text{ KP} + \\ & 0,025 \text{ VL} + 7,048 \text{ PP} - 0,195 \\ & \text{ROA} + 0,494 \text{ AKB} \end{aligned}$$

Hasil penelitian ini mendukung penelitian yang dilakukan oleh Han *et al.* (1999), Gaver dan Gaver (1993), Mahadwartha (2002) dan Arrif dan Johnson (1990:307). Berdasarkan hal tersebut dapat disimpulkan bahwa perusahaan-perusahaan di Indonesia yang pertumbuhannya semakin meningkat, membutuhkan dana yang lebih besar, sehingga rasio pembagian dividennya akan rendah.

g. Pengujian Hipotesis Ketujuh

Hasil analisis regresi berganda menunjukkan bahwa *t* hitung untuk variabel *return on assets* (ROA) sebesar 0,796 lebih kecil dari *t* tabel sebesar 1,289, dengan tingkat signifikansi sebesar 0,427 yang lebih besar dari α ($>0,10$). Hipotesis 7 tidak diterima. Penelitian ini mendukung penelitian yang dilakukan oleh Sutrisno (2001). Hasil penelitian menunjukkan bahwa tidak ada pengaruh yang signifikan dari variabel ROA terhadap *dividend payout ratio*. Berarti dalam membagikan dividen, manajemen perusahaan tidak menggunakan ROA yang merupakan pengukuran efektivitas manajemen, tetapi mendasarkan pada laba riil.

h. Pengujian Hipotesis Kedelapan

Tabel 2 menunjukkan bahwa *t* hitung untuk variabel arus kas bebas sebesar 1,687 yang lebih besar dari *t* tabel sebesar 1,658, dengan tingkat signifikansi sebesar 0,093 yang lebih kecil dari α ($<0,10$), dengan demikian hipotesis 8 diterima. Hasil penelitian ini mendukung penelitian Mollah *et al.* dalam Handoko (2002). Berdasarkan hasil penelitian ini tampak bahwa arus kas bebas memiliki pengaruh yang signifikan dan memiliki arah hubungan yang positif, karena semakin banyak arus kas bebas yang dimiliki oleh perusahaan, kemungkinan untuk membagi dividen dapat semakin meningkat.

3. Pengujian Asumsi Klasik

a. Uji Multikolinearitas

Hasil pengujian multikolinearitas pada tabel 3 menunjukkan bahwa variabel-variabel independen tersebut tidak memiliki nilai VIF lebih dari 10, dan nilai *tolerance* juga menunjukkan bahwa variabel-variabel bebas tersebut tidak ada yang memiliki nilai *tolerance* kurang dari 10% (dalam lampiran). Jadi tidak terdapat permasalahan multikolinearitas antar variabel independen dalam model regresi.

Tabel 3
Pengujian Multikolinearitas Data

Variabel	VIF	Keterangan
Posisi kas	1,081	Tidak ada multikolinearitas
<i>Debt to equity ratio</i>	1,086	Tidak ada multikolinearitas
Ukuran perusahaan	1,058	Tidak ada multikolinearitas
Kepemilikan	1,027	Tidak ada multikolinearitas
Variabilitas laba	1,073	Tidak ada multikolinearitas
Pertumbuhan perusahaan	1,148	Tidak ada multikolinearitas
<i>Return on assets</i>	1,125	Tidak ada multikolinearitas
Arus kas bebas	1,129	Tidak ada multikolinearitas

b. Uji Autokorelasi

Hasil uji autokorelasi disajikan pada tabel 4. Suatu persamaan regresi dikatakan telah memenuhi asumsi bahwa tidak terdapat adanya autokorelasi apabila nilai dari uji Durbin Watson adalah $DU < DW < 4 - DU$ (Gujarati, 1988:217). Hasil perhitungan Durbin Watson pada tabel 4 menunjukkan hasil $1,852 < 1,926 < 2,148$. Hal ini berarti bahwa tidak terdapat adanya autokorelasi dalam model persamaan regresi tersebut.

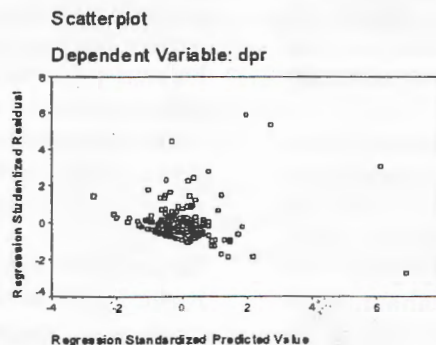
Tabel 4
Pengujian Autokorelasi

	DW	DU	4-DU	Hasil	Keterangan
<i>Dividend payout ratio</i>	1,926	1,852	2,148	$1,852 < 1,926 < 2,148$	Tidak terdapat autokorelasi

c. Uji Heterokedastisitas

Uji heterokedastisitas bertujuan untuk menguji apakah dalam model regresi terjadi ketidaksamaan varians dari residual satu pengamatan ke pengamatan yang lain. Jika ada pola tertentu, seperti titik-titik yang ada membentuk pola tertentu yang teratur (bergelombang, melebar kemudian

menyempit), maka mengindikasikan telah terjadi heterokedastisitas, namun jika tidak ada pola yang jelas serta titik-titik menyebar di atas dan di bawah angka 0 pada sumbu Y, maka tidak terjadi heterokedastisitas (Ghozali, 2001:69). Berdasarkan pada gambar 1, dapat disimpulkan bahwa tidak terjadi heterokedastisitas pada model regresi.

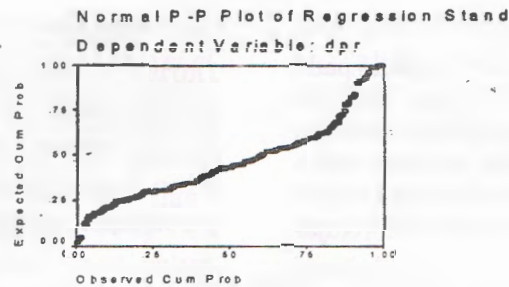


Gambar 1
Pengujian Heterokedastisitas dengan *scatterplot*

d. Uji Normalitas

Uji normalitas dilakukan dengan melihat grafik normal plot (*normal probability plot*). Jika data menyebar di sekitar garis diagonal dan mengikuti arah garis diagonal, maka model

regresi memenuhi asumsi normalitas (Ghozali, 2001:76). Dengan demikian pada gambar 2 ini menunjukkan bahwa model regresi layak digunakan karena memenuhi asumsi normalitas.



Gambar 2
Pengujian normalitas data dengan *nomal probability plot*

G. Simpulan dan Keterbatasan Penelitian

1. Simpulan

Berdasarkan hasil penelitian dan pembahasan sebelumnya, dapat ditarik kesimpulan sebagai berikut. Pertama, posisi kas berpengaruh positif terhadap *dividend payout ratio*. Hasil analisis ini berarti bahwa apabila perusahaan memiliki posisi kas yang tinggi, kemungkinan perusahaan untuk membagikan dividen akan tinggi. Kedua, *debt to equity ratio* berpengaruh negatif terhadap *dividend payout ratio*. Hasil uji hipotesis dua ini berarti bahwa jika *debt to equity ratio* tinggi, maka *dividen payout ratio* akan rendah.

Ketiga, ukuran perusahaan berpengaruh positif terhadap *dividend payout ratio*. Hasil analisis ini berarti bahwa jika ukuran perusahaan semakin besar, maka *dividend payout ratio* akan tinggi, karena perusahaan besar lebih mudah memperoleh akses ke pasar modal dan kemungkinan pembagian dividen juga tinggi. Keempat, kepemilikan saham perusahaan oleh pihak institusional berpengaruh signifikan terhadap *dividend payout ratio* dan memiliki arah hubungan yang negatif. Hal ini karena pemegang saham oleh institusional pada perusahaan di Indonesia kebanyakan adalah manajer pada suatu perusahaan, yang

atas nama perusahaan yang dikelolanya, juga memiliki saham pada perusahaan lain, sehingga pengaruhnya terhadap dividen adalah rendah.

Kelima, variabilitas laba berpengaruh negatif terhadap *dividend payout ratio*. Hasil penelitian ini memberikan hasil yang tidak berpengaruh signifikan. Besar-kecilnya dividen yang dibagikan pada pemegang saham tidak dipengaruhi oleh fluktuasi dari laba tetapi dari laba riil. Keenam, pertumbuhan perusahaan berpengaruh negatif terhadap *dividend payout ratio*. Berdasarkan hal tersebut dapat disimpulkan bahwa perusahaan-perusahaan di Indonesia yang pertumbuhannya semakin meningkat, membutuhkan dana yang lebih besar, sehingga rasio pembagian dividennya akan rendah. Ketujuh, *return on assets* (ROA) tidak berpengaruh terhadap *dividend payout ratio*. Hasil penelitian tampak bahwa tidak ada pengaruh yang signifikan dari variabel ROA terhadap *dividend payout ratio*, yang berarti bahwa dalam pembagian dividen, manajemen perusahaan tidak menggunakan ROA yang merupakan pengukuran efektivitas manajemen, tetapi mendasarkan pada laba riil.

Kedelapan, arus kas bebas berpengaruh positif terhadap *dividend payout ratio*. Berdasarkan penelitian ini

memberikan hasil bahwa arus kas bebas memiliki pengaruh yang signifikan dan memiliki arah hubungan yang positif, karena semakin banyak arus kas bebas yang dimiliki oleh perusahaan, kemungkinan untuk membagi dividen dapat semakin meningkat.

2. Keterbatasan Penelitian

Hasil analisis menunjukkan dukungan terhadap hipotesis yang diajukan, tetapi dalam penelitian ini terdapat keterbatasan. Keterbatasan dalam penelitian ini adalah sebagai berikut.

Penelitian ini hanya menggunakan tahun observasi selama 3 tahun saja, yaitu periode tahun 2000-2002, tidak sebanyak pada penelitian sebelumnya selama enam tahun. Hal ini disebabkan karena pada tahun-tahun sebelum tahun observasi, Indonesia sedang mengalami krisis ekonomi, sehingga untuk menghindari terjadinya bias. Karena tidak membedakan penggunaan data pada periode sebelum dan sesudah krisis ekonomi, peneliti hanya menggunakan periode observasi selama 3 tahun saja, yaitu periode 2000-2002.

Daftar Pustaka

- Adedeji, Abimbola. 1998. Does The Pecking Order Hypothesis Explain the Dividend Pay Out Ratio of Firms in the United Kingdom?. *Journal of Business and Accounting*. Volume XXV. No.9-10. November/December.
- Ariff, Mohammad. dan Lester W. Johnson. 1990. *Securities Markets and Stock Pricing*. First edition. Singapore: Longman Publisher.
- Brigham, Eugen F. dan Louis C. Gapenski. 1996. *Intermediate Financial Management*. Fifth Edition. United State of America: The Dryden Press.
- Farinha, Jorge. 2002. Dividend policy, corporate governance and the managerial entrenchment hypothesis an empirical analysis. *JEL Classification: G32;G35*, 1-43.
- Gaver, Jennifer J. dan Kenneth M. Gaver. 1993. Additional Evidence on the Association Between the Investment Opportunity Set and Corporate Financing, Dividend, and Compensation Policies. *Journal of Accounting and Economics*. 16. 125-160.
- Ghozali, Imam. 2002. *Aplikasi analisis Multivariate dengan program SPSS*. Semarang: Universitas Diponegoro.
- Gujarati, Damodar. 1988. *Ekonometrika Dasar*. Alih bahasa: Sumarno Zain. Jakarta: Erlangga.
- Han, Ki C., Suk Hun Lee, dan David Y. Suk. 1999. Institutional Shareholders and Dividends. *Journal of Financial and Strategic Decisions*. Vol. 12. No. 1. 53-62.
- Handoko, Jesica. 2002. Pengaruh *Agency Costs* terhadap Kebijakan Dividen Perusahaan-Perusahaan *Go Public* di Bursa Efek Jakarta. *Jurnal Widya Manajemen & Akuntansi*. Vol. 2. No. 3. Desember. 180-190.

- Hartono, Jogyanto. 1998. *Teori Portofolio dan Analisis Investasi*. Edisi pertama. Yogyakarta: BPFE.
- Husnan, Suad. 1998. *Manajemen Keuangan – Teori dan Penerapan Keputusan Jangka Panjang*. Edisi Keempat. Cetakan ketiga. Yogyakarta: BPFE.
- Jensen, Michael C. 1986. Agency Cost of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers. *American Economic Review*. Vol. 76. No. 2. 323-329.
- Kieso, Donald, E. dan Jerry J. Weygandt. 1995. *Akuntansi Intermediate*. Alih bahasa: Herman Wibowo. Edisi tujuh. Jilid dua. Jakarta: Binarupa Aksara.
- Mahadwartha, Putu Anom. 2002. Interdependensi Antara Kebijakan Leverage Dengan Kebijakan Dividen. *Jurnal Riset Akuntansi, Manajemen dan Ekonomi*. Vol. 2. No. 2. Agustus. 201-220.
- Miller, Merton H. dan Franco Modigliani. 1961. Dividen Policy, Growth, dan the Valuation of Shares. *Journal of Business*. 34. October. 392-414.
- Saputro, Julianto Agung, 2003, Analisis Hubungan antara Gabungan Proksi *Investment Opportunity Set* dan *Real Growth* dengan Menggunakan Pendekatan *Confirmatory Factor Analysis*. *Jurnal Riset Akuntansi Indonesia*. Vol. 6. No.1. 69-92.
- Soter, Dennis. Stern Stewart, Eugene Brigham, dan Paul Evanson. 1999. The Dividen Cut “Heard ‘Round the World”, The Case of FPL. In *The Corporate Finance: Where the Theory Meet Practice* (Eds Donald H. Chew). Malaysia: McGraw-Hill. 250-261.
- Sutrisno. 2001. Analisis Faktor-Faktor yang Mempengaruhi *Dividend Payout Ratio* Pada Perusahaan Publik Di Indonesia. *Telaah Ekonomi Manajemen Akuntansi (TEMA)*. Vol. II. No.1. Maret. 1-12.
- Weston J. Fred. dan Thomas E. Copeland. 1986. *Managerial Finance*. Eighth edition. Japan: The Dryden Press CBS Publishing.
- Wibowo, Jatmiko dan Indri Erkaningrum. 2002. Studi Keterkaitan Antara *Dividen Payout Ratio*, *Financial Leverage*, dan Investasi dalam Pengujian Hipotesis *Pecking Order*. *Symposium Nasional Keuangan In Memoriam Prof. Dr. Bambang Riyanto*. September. 57-74.